

法政大学学術機関リポジトリ

HOSEI UNIVERSITY REPOSITORY

戦間期ロンドン証券市場における海外証券投資収益率

著者	飯田 隆
出版者	法政大学経済学部学会
雑誌名	経済志林
巻	68
号	3・4
ページ	1-20
発行年	2001-03-28
URL	http://hdl.handle.net/10114/1154

戦間期ロンドン証券市場における 海外証券投資収益率

飯 田 隆

はじめに

周知のように、19世紀後半からの、とくに20世紀に入ってから10数年間におけるイギリス海外証券投資は空前の規模に達した。しかし、第1次大戦中および大戦直後の中断をはさんで、1920年代にはイギリス海外証券投資は一応の復活を遂げたものの、戦前の規模にはほとんど及ばなかった。国際収支上、イギリスの対外投資余力が減退したことに加えて、有力な国際金融センターとしてニューヨークが台頭してきたためである。それでも、1920年代には一定規模においてイギリス海外証券投資が行われていた。ところが、1930年前後の世界的大恐慌の過程で、海外の借り手によるデフォルトの頻発によって海外証券に対する信認が失われたことやその後のイギリス経済の対外投資余力のより一層の低下などにより海外投資は、帝国圏を除けば、ほとんど行われなくなった。こうした経緯は、これまでの先行研究によってかなり明らかにされている⁽¹⁾。

ところで、海外証券投資という場合、通常は証券発行市場で新たに発行された海外証券に対する投資を指している。しかし、海外証券取引は発行市場のみならず流通市場でも行われる。この場合は、過去に発行された既発行証券の売買であり、新規の海外投資とは、さしあたっては無関係である。とはいえ、流通市場での取引の結果としての投資収益水準が新規発行市場における投資家の投資意欲に大きな影響を及ぼすことは疑いなく、戦

間期の発行市場における海外証券投資の衰退要因の一つとして第1次大戦前に比較しての流通市場における海外証券のパフォーマンスの悪さを挙げることが可能であろう。事実、戦間期の流通市場、とくにロンドン証券取引所の取引状況を取り上げたR・ミキの新著においては、戦前に比べると海外証券取引は衰退し、かつてこの方面の取引に従事していたジョバーやブローカーが経営難に陥ったことが明らかにされている⁽²⁾。戦前に比べると、戦間期の流通市場における海外証券投資収益率が低下したことはまず間違いない。

問題は、その低下の程度がどれくらいであったか、また海外証券の種類によってパフォーマンスが異なっていたのかどうか、ということであろう。第1次大戦前の時期（1870～1913年）に関しては、従来、M・イーデルSTEINが計測しており、年によって異なるものの、全体として国内証券への投資収益率よりも海外証券へのそのの方が上回っていたという結論が導き出された⁽³⁾。他方、驚くべきことに、戦間期の時期について、当時の証券流通市場における投資収益率を計測した者は誰もいない。これにはもっともな理由がある。すなわち、イギリス人のイギリス経済史研究者のほとんどは経済学者というより歴史家であって、計量経済学の素養に欠けている。古い時代の証券投資収益率の計測などという作業は、どちらかといえば、計量経済史の分野に属するが、イギリス人の経済史家で計量経済的な手法を駆使しようとする者は皆無に近い。イーデルSTEINはアメリカ人であり、計量経済史的なアプローチでイギリス証券市場の歴史を把握しようとしたのであったが、彼の関心は第1次大戦前までであり、戦間期は研究対象としていない。かくして、戦間期の、例えばロンドン証券取引所における投資収益率の計測といった作業は等閑視されてきたのである。だが、それでは上述の課題に解答を与えることはできない。

本稿は、以上の事情に鑑み、イーデルSTEINが採用した手法とほぼ同じ手法を用いて、戦間期のロンドン証券取引所における海外証券の投資収益率を計測し、先に述べた問題に一定の解答を見出そうとするものである。

本稿の構成として、まず投資収益率をはじき出す上でのサンプルの抽出がどのように行われたかを説明する。次に、イーデルSTEINに従って本稿で採られた計測手法を紹介する。その後、節を変えて、戦間期の計測結果と第1次大戦前についてのイーデルSTEINの計測結果との比較が行われる。本文で述べるように、本稿での計測結果とイーデルSTEINのそれとは、厳密には比較対象にならない。サンプルの内容も違ふし、計測手法にも若干の違いがあるからである。とはいえ、1938年12月末日にロンドン取引所に上場されていた海外鉄道証券だけでも389の銘柄が存在していて、それらのすべてについて戦間期20年間における毎年の投資収益率を求め、各銘柄に関しての平均値をはじき出した後、そこから全銘柄の平均値を得ようとすると、物理的に不可能な作業である。イーデルSTEINにしても、第1次大戦前の海外鉄道証券の投資収益率を求める際には、およそ140程度の銘柄をサンプルとして代表させている。1910年末の時点でロンドン取引所上場の海外証券は648銘柄に及ぶため、妥当な研究手続きといえるだろう⁽⁴⁾。

以上に述べた事情から、予め断っておかねばならないことは、本稿での課題である第1次大戦後のロンドン証券市場における海外証券の投資収益率が戦前と比べてどれだけ低下したかという問題に対し、本稿で示される解答は決して十全な正確さを有していないという点である。ただ、そうはいっても、本稿の計測結果の比較対象となるイーデルSTEINの計測結果も、一定数のサンプル調査である以上、実態を精密に反映していないかも知れないのである。要するに、かつてロンドン証券取引所に上場されていた海外証券のすべてについて投資収益率を求めることが物理的には不可能に近い状況の下で、一定のサンプル調査に依拠することは決して不当な分析手法ではない。本稿での課題に対する結論が歴史の実態を正確に把握したものではないとしても、おおよそこの程度の水準で戦間期のロンドン市場における海外証券投資の収益率が戦前に比べて低下したということが、大方に納得していただける分析手続きによって、明らかにされるならば、

本稿の目的は達成されうるのである。

1. サンプルの抽出と計測方法

本稿の最大の目的は戦間期の海外証券投資収益率を第1次大戦前についてのイーデルSTEINの計測結果と比較することであるため、ここで採用した銘柄のサンプルもイーデルSTEINに従うこととした⁽⁵⁾。ただ、イーデルSTEINが抽出したサンプルの多くは、1938年までに上場廃止となっている。戦間期は1930年前後の大恐慌期を含んでいるので株式の発行会社が倒産したり、1930年代のブロック経済化が進行する過程でロンドン取引所への上場が意味を失ったりして、上場廃止となる株式が意外に多い。また、債券の場合、永久債のような銘柄を除けば、大抵の場合、1930年代前半までに償還されてしまっている。これには1930年代前半の高金利の時期から低金利の時期への移行に伴い、まだ残存期間のある債券が繰り上げ償還されて、低利債への借り換えの動きが目立ったことも影響している。

こうして、イーデルSTEINが取り上げた銘柄のうち、戦間期を通じて上場されていたものは非常に少なく、したがって、表1が示すように、本稿で対象としたサンプル数は、イーデルSTEINのサンプル数よりもかなり少なくなっている⁽⁶⁾。その場合、セクターによってはあまりにも少数になってしまうこともあったため、そのようなセクターにおいては、少なくともサンプル数が4～5となるように、戦前に上場されていてイーデルSTEINが選んだ銘柄と似たようなサンプルで、イーデルSTEINは取り上げていないけれども戦間期を通じて上場されていた銘柄を加えた。それでも、戦間期を通じて一貫して上場されていた銘柄はそう多くはなかった。

本稿で抽出されたサンプルの投資収益率を求める際の基本的データは、証券価格に関してはロンドン証券取引所の『日刊相場表』の各年12月末営業日に示された情報に頼っている。また、配当・利子についての情報は、

表1 セクター別サンプル数

セクター	イーデルステイン	飯田
インド鉄道株	11	4
合衆国鉄道株	10	5
ラテンアメリカ鉄道株	11	5
銀行株	13	5
電力株	6	2
ガス会社株	14	5
電信・電話会社株	15	4
軌道鉄道株	10	4
茶・コーヒー会社株	16	4
鉱山・鉄鋼会社株	—	4
植民地政府債	52	9
植民地自治債	23	5
インド・カナダ鉄道債	17	5
ヨーロッパ鉄道債	23	5
合衆国鉄道債	51	10
ラテン・アメリカ鉄道債	16	6
公益事業債	24	10
合計	312	92

(出所) イーデルステインの数字は、M. Edelstein, *Overseas Investment in the Age of High Imperialism*, pp.117-119.

相場表からも得られるけれども、そちらの方は不確かな場合があるため、『証券取引所年鑑』に依拠することにした。イーデルステインの場合、価格、配当、利子などの情報は『月刊投資家便覧 *The Investors Monthly Manual*』から得たとされているので、本研究とイーデルステインとでは基本的データがそもそも異なっている。イーデルステインが対象とした時代にも『日刊相場表』や『証券取引所年鑑』は存在していたが、それらの情報と『便覧』の情報とは必ずしも一致しない。特定日の価格情報についていうと、活発に取引されている銘柄の場合、その日の間に価格は刻々と変化していくものなので、同じ日の価格といっても記録した媒体によって若干の違いが生じている。それに、第1次大戦後は『便覧』は廃刊となっているので、イーデルステインと同じ資料に依拠することは不可能な話で

ある。このように、本研究の成果をイーデルステインの研究結果と比較しようとする場合、様々な障壁が立ちはだかっている。

両者の比較に当たっての障壁に、先述のように、イーデルステインのサンプル数と本稿でのそれとはかなりの違いがあるという問題がある。この点に関して、イーデルステインは、サンプルを抽出するに際し、大きなバイアスがかからないよう一流証券と二流と目される証券とをバランスよく取り出したのであったが、本稿では基本的に、イーデルステインのサンプルの中で戦間期を通じて上場されていた銘柄を対象としているため、結果的に何らかのバイアスがかかっている可能性がある。これもまた、両者が相互に厳密な比較対象とならない理由といえるのであるし、後述するように、これらの他にも別の理由が出てくる。しかし、それらの理由からここで比較するのは無意味だといいきって本稿での計測作業を停止してしまっでは研究の進展にはならないだろう。本稿では、ここでの計測結果のもつ限界やその性格を確認しながら、実証作業を進めていくほかはない。

さて、こうして抽出された銘柄のサンプルについて、以下のような手続きで投資収益率を計測した。まず、計測式に示された記号の内容は次のとおりである。

P_{ijkt} = k セクターに属する j タイプの i 番目の証券で t 年の 12 月末営業日のロンドン証券取引所の日刊相場表に記録されたその証券価格

D_{ijkt} = i 番目の証券に関して $(t-1)$ 年の 12 月末から t 年の 12 月末までに支払われた配当や利子の支払額

ここで

$i = 1, \dots, m$, 証券

$j = 1$ (株式), 2 (債券)

$k = 1, \dots, m$, セクター (例えば、産業分野とか中央政府、地方自治体政府等)

$t = 1, \dots, T$, 対象年次 (1919-38)

i 番目の証券の年次実現利回りの計算は次の式によって求められる⁽⁷⁾。

$$r_{ijkt} = \frac{P_{ijkt} - (P_{ijk, t-1}) + D_{ijkt}}{P_{ijk, t-1}} \quad (1)$$

この式が示すことは、 $t-1$ 年末に i 番目の証券を購入した投資家が t 年末にその証券を売却したらどの程度の収益が得られるかということである。1年間の、いわゆるインカム・ゲインとキャピタル・ゲイン（キャピタル・ロス）の合計値を表現するものである。

ある年の k 番目のセクターの平均投資収益率は、算術平均を求める次の式による手続きで得られる。

$$r_{jkt} = \frac{\sum_i^m (1 + r_{ijkt})}{m} - 1 \quad (2)$$

この、 t 年における k セクターに属する j タイプの銘柄群の平均投資収益率とは、各銘柄が等しいウェイトで構成されるポートフォリオの収益率を意味している。しかし、各銘柄の発行残高はそれぞれに異なっており、本来はその点を考慮した加重平均を採るべきかも知れない。とはいえ、イーデルス・ステインも主張しているように、資料上の制約などにより、個々の銘柄の残高の詳細な記録は残されていないため、単純な算術平均値を求めるより他はない。

次に、各セクターの戦間期、すなわち 1919 年から 1938 年までの平均投資収益率をはじき出す。この場合は、算術平均ではなくて幾何平均を求めることとなる。複数年における証券投資収益率の平均値を知る場合に、算術平均ではなくて、幾何平均の方が好ましいという事情は、いわゆるファイナンスの分野における標準的テキストで説明されている。その幾何平均を求める計測は次の式によって行われる。

$$R_{jk}^{t,T} = [\prod_i^T (1 + r_{jkt})]^{1/T} - 1 \quad (3)$$

こうして、1919 年から 1938 年までの時期における海外証券の各セクターの年平均投資収益率が得られることとなった。この数値にいくつかの加工

を施して、イーデルステインの計測結果と照合することによって本稿の課題に応えることができよう。節を改めて、その結果を明らかにしたい。

2. 計測結果と第1次大戦前との比較

本研究ではまず、(1)式によって得られる各サンプル銘柄の各年における投資収益率が求められた。ここでは最初に、その結果のごく一部を代表的銘柄のサンプルに関して明らかにしておこう。表2がそれである。各銘柄ごとにその特徴を述べておく。

表2 代表的銘柄の投資収益率 (1919~1938)

	Standard Bk. of South Africa	Buenos Ayres and Pacific Ry	Rio Tinto	Quebec City 4% Deb	Kokand- Namangan Ry 4½% Bonds
	(%)				
1919	12.0	29.3	-23.8	0.4	-7.1
1920	-1.1	-34.3	-45.7	2.3	-56.9
1921	54.6	-21.7	13.0	4.7	-76.3
1922	33.4	147.2	24.3	32.5	-16.7
1923	13.1	-2.4	-4.7	10.1	-20.0
1924	38.7	20.5	47.3	3.6	50.0
1925	22.9	12.3	3.6	4.8	0
1926	44.4	13.1	0.6	4.8	0
1927	38.0	13.6	17.6	4.5	-55.6
1928	25.9	12.9	48.7	7.6	50.0
1929	19.8	-6.1	-27.6	1.2	-33.3
1930	17.6	-4.1	-30.6	9.5	0
1931	-20.2	5.6	-49.1	-2.6	0
1932	38.7	-59.1	27.6	28.5	-90.0
1933	29.5	44.4	5.4	3.6	87.5
1934	32.3	-30.8	-28.2	12.4	0
1935	26.4	-11.1	39.3	3.8	300
1936	24.8	112.5	7.1	3.6	-58.3
1937	11.9	-64.7	-11.4	2.9	-60.0
1938	6.5	16.7	-21.6	4.6	0

スタンダード・バンク・オヴ・サウス・アフリカ普通株は株式銘柄のサンプルの中で最も好成績を収めたものである。戦間期の20年間に於いてマイナスの収益率を記録したのは2ヶ年のみであり、大恐慌の最中の1931年に-20.2%という大きな損失を記録した以外は1921年にわずかに-1.1%となっただけで、その他の年はすべてプラスの収益率となっている。それも、20%から30%以上の高い収益を記録している年が多い。また、1921年に54.6%、26年には44.4%と、著しい高収益を残した年もある。この銀行株が高収益をあげた理由としては、第一に戦間期には1回も無配に転落することなく、それも常に額面の10%以上の配当を出していたことがあげられる。第二に、それにもかかわらず、20ポンド額面のこの銘柄が戦間期を通じて額面以下の10ポンドから15ポンドまでの範囲で取引されていたため、価格の下落が生じてもその値下がり幅はそう大きくないし、そもそも投資額が少ないため、それに占めるインカム・ゲインの比重が大きく、値下がり分を配当で十分カバーできるようになっていた。配当率が高く収益率も高いのに、なぜ額面以下の価格で取引されていたのかは不明である。ただ、他の株式銘柄の各年の投資収益率をみても分かるように、単年度では2桁の収益率を記録する場合も少なくなく、当時のロンドン市場での株式投資が相当にハイ・リスクであるためハイ・リターンが期待された結果とも考えられる。他の銘柄ではマイナスの収益になる場合も多かったから、プラスの収益となる年は高い数値を記録することになるが、この銀行株の場合は例外的に、プラスが続いたのである。

しかし、スタンダード・バンク・オヴ・サウス・アフリカは本当に例外であって、このような高収益を持続できた株式銘柄は他にはほとんどない。アルゼンチンの鉄道会社、ブエノスアイレス・アンド・パシフィック社普通株の場合、戦後ブームが崩壊し不況の底に沈んでいた1920年と21年は無配となって投資収益率はマイナスを記録したが、その後、いわゆる相対的安定期を迎える頃以降は、7%の配当を維持した結果、収益率も10%を越える水準を継続した。ところが、1930年以降の大不況で無配が続いた

ため、株価は大幅に下落し、収益率も大きく低下した。その後は、仕手株的な要素を現して、100 ポンド額面の銘柄が 10 ポンド程度で投機的に取引された結果、だいたいマイナスの収益率を示すものの、年によっては相当程度の高いプラスの収益をあげるといふまさに不安定な時代状況を反映した動きが記録として残されているのである。

全く同じ収益率の推移のパターンを示したのがスペインの有名な鉱山、リオ・ティント株であり、この銘柄の発行会社は第 1 次大戦前はもちろん、1920 年代まで良好な業績をあげているとして、海外鉱山株の中でとりわけ注目されてきたのである⁽⁹⁾。たしかに、大戦ブーム崩壊後の 1920 年と翌 21 年は無配だったが、その後 22 年から 29 年まで額面の 30% から 50% という高配当を継続した結果、収益率も 2 桁を記録することが多かったのであるが、31 年から無配に転じ、その後はプラスの収益率となったり、マイナスとなったりで変動が激しくなった。その数値も大きい年があったかと思えば、小さな数字に留まったりして、全く仕手株の様相を呈したものとなっていたのである。

無配となる可能性が大きく、したがってプラスの収益の年には高いリスク・プレミアムが付されていた株式投資と異なり、利払いが保証されている債券投資の場合には、それほど高い収益率にはならない。ケベック市の 4% 債券は、この時期、最高の成績を示した銘柄で、マイナスの収益率を記録したのは 1931 年のみである。ただ、プラスの収益をあげた年を見ると、30% 前後の高収益だった年もあるにはあるけれど、それは例外的であって、大半は一桁台の安定した収益となっている。また、1920 年代半ばの高金利政策や 1930 年代半ばの低金利政策を反映した収益率の変化も窺える。ケベック市のような帝国圏の政府や自治体が発行していた債券は、大恐慌下の 1930 年代においても利払いが滞ることはなく、したがって、比較的安定した収益をもたらすものであった。

ところが、利払いがなされない債券の収益率は、大半の年でマイナスとなるし、プラスに転じた年は著しく高い収益率となって、まるで仕手株の

ような展開を示した。一例として、コーカンドーナマンガン鉄道の 4.5% 債券を挙げておく。同債券は帝政ロシア時代に発行されたもので、帝政ロシア政府が利子保証を行うものであった。ところが、1917 年のロシア革命によって誕生したソヴィエト政権は利払いを拒否し、その結果、この債券の利払いは戦間期を通じて行われなかった。価格は、1918 年の 50 ポンド近くから急落し、1920 年代初頭には 4 ポンド前後で取引されるに至った。1930 年前後は 2 ポンドのまま、価格変化なく推移したが、30 年代半ばからさらに下落し、1937 年には 5 シリングと、1918 年の水準からすると約 200 分の 1 の価値しかもたなくなった。それでも、この間、買い手が付いたのか、大幅に値上がりする年もあって、収益率が 80% から 300% になる場合もあった。1930 年代に入ると、大恐慌の影響で利払い停止に追い込まれる債券も目立つようになる。また、とりわけヨーロッパ大陸諸国の鉄道債券の場合にみられるが、為替管理の一環として利払いをポンド建てでは行わず、本国通貨で支払うという銘柄が多くなった。このような銘柄もポンド建ての利払いが停止されたことで人気を失い、大幅な傾向的価格下落と価格変動を示し、不安定な収益構造がもたらされた。このように、戦間期、とくに 1930 年代の帝国圏以外の鉄道債券市場はデフォルト銘柄が増加して、かなり混乱した状態にあったのである。

以上のように、個別銘柄の各年の投資収益率は、それぞれの銘柄の性格によって様々な動きをみせていた。次に、(2)式によって各年の各セクターの平均収益率を求め、その後(3)式に基づいて各セクターの 1919 年から 1938 年までの期間の平均収益率をはじき出した。その結果を示す前に、全証券および株式と債券のそれぞれについて戦間期の平均収益率を提示して、第 1 次大戦前についてのイーデルステインの計測結果と比較することにしよう。ただし、イーデルステインの数字はサンプル全体の平均値だと考えられるが、ここでは、(3)式で求められた各セクターの戦間期を通じての平均収益率の平均値を求めている。したがって、ここでも厳密な比較とはなりえないが、一定の傾向をみることはできよう。

表3がその結果である。みられるように、全証券については1914年以前の時期において6%近い収益率を記録していたのに戦間期には2%以上も低下して4%をかなり下回る水準となっている。低下を大きく促したのは債券ではなく株式の方であって、前者が1%程度しか低下していないのに対し後者は5%前後も落ち込んでいる。その結果、ここでのサンプル調査では、債券の収益率が株式の収益率を若干上回ることとなった。第1次大戦前では株式の投資収益率の方が債券のそれを相当に凌駕していたのであるから、きわめて大きな変化がロンドン証券流通市場にもたらされたことになる。第2次大戦後の株価の成長を主因とする「利回り革命」を、原因は異なるにしても、先取りしていたような現象である。海外株式投資の収益率の大幅な低下は、投資家に対しこの種の証券投資への意欲を著しく弱めたに違いない。

表3 海外証券投資収益率（全体）

（%）

	全 証 券		株 式		債 券	
	1870～1913	1919～1938	1870～1913	1919～1938	1870～1913	1919～1938
幾何平均	5.72	3.53	8.28	3.30	4.92	3.85
算術平均	5.81	3.63	8.66	3.43	4.94	3.93

（出所） 1870～1913の数字は、M. Edelstein, *op. cit.*, p. 126.

第1次大戦後のロンドン証券市場における海外証券投資収益率の低下をもたらした要因を明らかにするために、今度は(3)式で求められた戦間期における各セクターの平均収益率の計測結果を、第1次大戦前の数値と並べて示すことにしよう。まず、株式について表4をみられたい。全体の収益率を低下させた最大の「悪役」は中南米鉄道株と電力株、茶・コーヒーなどのプランテーション株で、いずれも平均収益率がマイナスを記録した。合衆国鉄道株も大きな落ち込みをみせている。しかし、意外にもその他のセクターは戦前よりもむしろ上昇している場合が多い。とくに、インド鉄道株は戦前の5%程度から8%近くまで上がっている。したがって、海外

表 4 セクター別海外株式投資収益率

セクター	(%)	
	1870～1913	1919～1938
インド鉄道	4.97	7.98
合衆国鉄道	8.41	1.33
ラテン・アメリカ鉄道	8.43	-6.46
銀行	7.50	8.26
電力	8.42	-3.51
ガス	7.42	8.13
電信・電話	8.93	7.47
軌道鉄道	6.51	6.65
茶・コーヒ	9.34	-0.29
鉱山等	—	4.73

(出所) 1870～1913 の数字は, M. Edelstein, *op. cit.*, p. 123.

証券投資収益率の低下はすべてのセクターにおいて生じた現象ではなかった。ただ、南北アメリカ大陸の鉄道株の落ち込みがあまりにも顕著であったために、全体としての海外株の収益率も大きく低下したのであった。このことは、戦前から海外株として南米アメリカの鉄道株やプランテーション株の占める意義がいかに大きかったかを意味する。帝国圏の鉄道や社会資本関連の会社株は戦間期において戦前にも増して良好な成績を収めたのであるから、全体として海外株投資の収益が上記したほどに低下するとは信じ難い気もするけれども、ロンドン海外株式取引市場は、少なくとも第2次大戦前までは、こうした数値に表れるような構造をもっていたと解釈せざるをえないのである。

海外債券の投資収益率を示す表5の場合も株式と似たような結果が示されている。植民地政府や自治体、鉄道などは戦前よりもかなり良好な成績を収めているというのに、ヨーロッパや中南米の鉄道債券が収益率を大幅に下落させた結果、表3にみられるように、債券の収益率の平均値についても第1次大戦後は低下することになったのである。もっとも、株式ほどには大幅に低下したセクターはなく、インドやカナダなどの植民地鉄道の収益率がかなり上昇したので、全体としても株式ほどの落ち込みはみられ

表5 セクター別海外債券投資収益率

セクター	(%)	
	1870～1913	1919～1938
植民地政府	4.14	5.52
植民地自治体	4.85	6.27
インド鉄道	3.65	} 6.33
カナダ鉄道	4.99	
ヨーロッパ鉄道	5.31	-5.02
合衆国鉄道	6.03	5.11
ラテン・アメリカ鉄道	5.33	2.36
公益事業	5.31	6.92

(出所) 1870～1913の数字は、M. Edelstein, *op. cit.*, p. 125.

なかった。それにしてもヨーロッパ鉄道債の下落は非常に大きい。その理由は、先に個別銘柄の各年の収益率の変化について述べた箇所で、当時はソ連に属していたコーカンドーナマンガン鉄道債券を取り上げた際に説明したけれども、この大幅な下落が全体を大きく左右したとは考えられない。ここでの海外債券のサンプル数でヨーロッパ鉄道債は1割に過ぎないからである。やはり、サンプル全体でかなりの比重を占める南北アメリカ鉄道債の収益率低下が全体を支配しているとみてよいだろう。

以上、みてきたとおり、戦前に比べての第1次大戦後のロンドン証券流通市場における海外証券投資収益率の低下は、イギリス帝国圏に属する発行主体が発行した証券の責任ではなく、帝国圏以外の外国、とりわけ南北アメリカやヨーロッパ鉄道の証券の低収益性によってもたらされたことが、暫定的ながら、明らかとなった。もちろん、第1次大戦前についてのイーデルステインの抽出サンプルや計測手続きと本稿でのそれらとはかなり異なるため、単純な比較は不可能ではあるけれども、おおよその傾向は確認できたと思われる。従来、戦間期のイギリス海外投資は、帝国圏を除けば、かなり衰退したといわれてきた。投資収益率の観点からみた流通市場における海外証券取引についても全く同じことが主張しうる。すなわち、帝国圏を除く海外証券の収益率は第1次大戦後、かなり低下したのである。

3. 結 語

本稿での計測結果から得られる結論は、これまで先行研究が発行市場での海外証券投資について主張していたこととほぼ同じものであり、予想どおりの結果になったといってよい。もちろん、帝国圏の政府債や鉄道債は第1次大戦前よりも良好なパフォーマンスを示していたという、やや意外な側面を見出すこともできたが、結果じたいは全体としてきわめて妥当な、ある意味では面白みのない所に落ち着いたといえる。もっとも、本稿で繰り返し述べてきたように、本研究の成果をイーデルステインの計測結果と比較するには、サンプル数が違いすぎるし、計測手続きにも若干の相違があるため、厳密に言えば、不適当な側面がある。今後は、サンプル数を増やして、イーデルステインが扱ったサンプル数に近づける必要があろうし、計測手続きもできるだけ一致させて再計測しなければならないだろう。したがって、本稿での結論はあくまで暫定的なものである。

また、今後の課題として、イーデルステインは国内証券の投資収益率をも併せて計測し、海外証券収益率との比較などを試みているが、戦間期についても国内株式や国債、社債などの収益率を求め、第1次大戦後の流通市場における内外証券取引が戦前に比べてどのように変化したのかを総合的にみていくべきであろう。ただ、拙著『イギリスの産業発展と証券市場』の第9章やミキの新著の第6章が解明したように、戦間期の国内産業証券取引は戦前よりも活発に取引されるようになっていて、国内証券取引じたいが戦前とは異なる様相を展開しているため、イーデルステインが抽出したサンプルをそのまま取り上げるのは、海外証券以上にリスクが大きい。したがって、国内証券については、どのようなサンプルを抽出すべきか、慎重な対応が求められよう。

《注》

- (1) Cf. Royal Institute of International Affairs, *The Problem of International Investment*, 楊井克巳・中西直行訳『国際投資論』, 日本評論社, 1970年; J. M. Atkin, *British Overseas Investment 1918-1931*, New York, 1977.
- (2) R. Michie, *The London Stock Exchange A History*, Oxford, 1999, ch.6.
- (3) M. Edelstein, *Overseas Investment in the Age of High Imperialism, The United Kingdom, 1850-1914*, London, 1982, ch.5.
- (4) 上場銘柄数については、拙著『イギリスの産業発展と証券市場』, 東京大学出版会, 1997年, 101頁および244頁参照。
- (5) イーデルSTEINが抽出したサンプルは、彼の未公開の博士論文に示されている。彼の著作の結論は、この博士論文の研究結果をそのまま利用したものである。Cf. M. Edelstein, 'The Rate of Return on U. K. Home and Foreign Investment, 1870-1913', unpublished doctoral dissertation, 1970, pp. 251-274.
- (6) ただし、イーデルSTEINのサンプル数は1870年から1913年までのすべての期間にわたって採られたものではない。例えば、インド鉄道株の場合、サンプル数は11となっているが、実際に計測対象となったのは、1870年で7サンプル、1913年で8サンプルである。11というのはのべ数である。したがって、イーデルSTEINと飯田のサンプル数の相違は表1よりは実際には小さい。
- (7) イーデルSTEINは物価の変化率を加味した次の式で計算している。ここで、 I_t は t 年における消費者物価指数である。

$$r_{ikt} = \frac{(P_{ikt} + D_{ikt})/I_t}{(P_{ijk, t-1})/I_{t-1}} - 1$$

物価の変化率を消費者物価指数で計ることが妥当かどうかはむずかしい問題である。それに、古い時代の消費者物価指数の統計も何かと問題が多い。本稿では、物価の変化率は全く考慮しなかった。

なお、この式はイーデルSTEINの著作の120頁に出てくるが、 -1 が欠けていて間違いである。正しい式は、M. Edelstein, 'Realized Rate of Return on U. K. Home and Overseas Portfolio Investment in the Age of High Imperialism', in *Explorations in Economic History*, Vol. 13, 1976, p. 289 に示されている。

- (8) 稲富信博『イギリス資本市場の形成と機構』, 九州大学出版会, 2000年, 268頁参照。その論拠は、A. E. Davies の *Investment Abroad*, London, 1927 という著作の叙述である。

(本研究は平成11年度法政大学特別研究助成金によるものである。)

[付 録] 本稿で採用したサンプル

海外株式（普通株）

・鉄道株

a. インド

Bombay Baroda and Central India

East India

Madras and South Mahratta

South Indian

b. アメリカ合衆国

Baltimore and Ohio

Illinois Central

New York Central

Pennsylvania

Union Pacific

c. ラテン・アメリカ

Antofagasta

Buenos Ayres and Pacific

Buenos Ayres Western

Central Argentine

Mexican

・銀行株

Bank of Australasia

Chartered Bank of India Australia and China

Hongkong and Shanghai

Ionian Bank

Standard Bank of South Africa

・電力

Calcutta Electric Supply

Mexican Light and Power

・ガス

Bombay Gas

Cape Town and District Gas, Light

Hongkong and China Gas

Montevideo Gas and Dry Dock

Oriental Gas

- 電信・電話

American Telephone and Telegraph

Anglo-American Telegraph

Great Northern Telegraph

Oriental Telephone

- 路面電車

Calcutta Tramways

City of Buenos Ayres Tramways

Lisbon Electric Tramways

Mexico Tramways

- 茶・コーヒー

Ceylon Tea Plantation

Darjeeling

Dumont Coffee

Lanka Plantations

- 鉱山・鉄鋼

Consolidated Gold Field of South Africa

De Beers

Rio Tinto

United States Steel

海外債券

- 帝国圏・植民地政府

Canada 2.5% Inscr

Ceylon 3% Inscr

Natal 3% consol

New South Wales 4% Inscr

New Zealand 3% Inscr

Quebec 3% Inscr

South Africa 3.5% Inscr

Victoria 4% Inscr

West Australia 3% Inscr

- 地方自治体

Auckland, City of 5% Deb

Capetown, City of 4% Loan
 Montreal, City of 3.5% Consol Deb
 Quebec, City of 4% Deb
 Tronto, City of 4% Deb

・鉄道債券

a. インド

Burmah Railway 3% Deb
 East Indian Railway 3% New Deb
 Great Indian Peninsular Railway 3.5% Deb

b. カナダ

Canadian Pacific Railway perp 4% Consol
 Grand Trunk of Canada 5% perp Deb

c. ヨーロッパ

Great Southern of Spain Railway Income Deb Stock (5%)
 Kokand-Namangan Railway 4.5 Bonds
 Piraeus, Athens & Peloponnesus Railway 4.5% 1st. Mort. Bonds
 Royal Sardinian Railway Obs 3% Sers. "B"
 Zafra & Huelva Railway 3% 1st. Mort. Bonds

d. アメリカ合衆国

Atchison, Topeka & Santa Fe Railway Gen. Mort. 4% 100yr. Adjst. Bonds
 Atlantic Leased Line 4% Mort. Bonds (perpetual)
 Baltimore and Ohio Mt. 50yr. 4% Gold Bonds
 Erie Railroad Gen. Lien 4% Gold Bonds
 Illinois Central Railroad 4% Gold Bonds of 1953
 New York Central Railway 3.5% Gold Bonds
 Northern Pacific Railroad Prior Lien 4% Gold Bonds
 Pennsylvania Railroad 3.5% Con. Mort. Sterling Bonds
 St. Paul, Minneapolis & Manitoba Railway 50yr. 4% Bonds (1940)
 Union Pacific Railroad RR 4% 1st. Lien Mt. Bonds

e. ラテン・アメリカ

Antofagasta 4% perp Deb
 Buenos Ayres and Pacific 4% 1st. Deb
 Buenos Ayres Western Railway 4% Deb
 Central Argentine 4% Deb

Great Western of Brazil 6% perp Deb

Mexican 6% perp Deb

• 公益事業社債

Mexican Light & Power 5% 1st. Mort. Gold Bonds

Sao Paulo Electric 5% 50yr. 1st. Mort. Bonds

Cape Town & District Gas 4.5% cons. 1st. Mort. Deb

Imperial Continental Gas 3.5% Deb

Primitiva Gas 4% Deb

Eastern Extention Australia & China Telegraph 4% Mort. (perp) Deb

Western Telegraph 4% Deb Red.

Calcutta Tramway 4% 1st. Deb

City of Buenos Ayres Tramway 4% Deb

Lisbon Electric Tramway 5% Mort. Deb

(2000. 11. 30)